

SFD

Zwiększając przychody

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ dla spółki SFD oraz obniżamy wartość godziwą z PLN 6.50 do PLN 5.51 na akcję. Spółka zaraportowała zysk netto PLN 10.9m w okresie 9M21 (w porównaniu do PLN 9.8m w 9M20). Pomimo wzrostu przychodów o blisko 24% r/r w tym okresie oraz poprawie marży brutto ze sprzedaży o 1.3pp r/r, negatywny wpływ na marżę operacyjną miały wyższe koszty materiałów oraz usług obcych. Prognozujemy, że spółka wygeneruje przychody w wysokości PLN 242m w całym 2021 roku (podwyższenie prognozy o 3%) oraz zysk operacyjny PLN 17m (obniżenie o 10%). Wraz ze wzrostem przychodów (głównie segment żywności dietetycznej oraz ekspansja zagraniczna), podwyższamy prognozę przychodów w 2022r. do PLN 282m oraz obniżamy EBIT o 10% do PLN 20m. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 13.1x w 2021E oraz 10.5x w 2022E. Zakładając stopień wypłaty dywidendy 30%, oczekujemy DPS PLN 0.09/akcję z wyniku za 2021r. (włączając dywidendę zaliczkową PLN 0.04/akcję) oraz PLN 0.11/akcję z zysku za 2022r.

Rosnąca skala działalności

Spółka zaraportowała wzrost przychodów o 24% r/r w okresie 9M21 (do PLN 184m). W nadchodzących kwartałach oczekujemy, że ten trend zostanie utrzymany, a wzrost przychodów będzie wspierany przez rozwój segmentu żywności dietetycznej (wraz z całym rynkiem) oraz rozwój na rynkach zagranicznych (uruchomiona sprzedaż w Czechach i na Słowacji). W rezultacie podwyższamy nasze prognozy przychodów do PLN 282m w 2022E (+17% r/r) oraz do PLN 318m w 2023E (+13% r/r).

Poprawa marży w 2022r.

W naszej ocenie rosnąca skala działalności oraz korzystniejsza struktura sprzedaży (rosnący udział sprzedaży marek własnych) powinny wspierać poprawę marży brutto ze sprzedaży w SFD. Pomimo że na rentowność negatywny wpływ mogą wywierać rosnące koszty materiałów oraz kurs USDPLN, oczekujemy że spółka przeniesie wyższe koszty na klienta poprzez podwyżki cen produktów. W rezultacie prognozujemy poprawę marży brutto ze sprzedaży z 35.1% w 2020 do 35.8% w 2021E oraz 36.0% w 2022E. Jednocześnie, rosnąca płaca minimalna oraz rozwój na rynkach zagranicznych mogą mieć negatywny wpływ na rentowności, jednak efekt ten w pewnym stopniu powinien zostać zniwelowany przez dźwignię operacyjną (poprawa marży EBIT w 2022r).

Wycena i polityka dywidendowa

Na naszych prognozach SFD obecnie wyceniane jest na wskaźniku P/E na poziomie 13.1x w 2021E oraz 10.5x w 2022E. Zakładając stopień wypłaty dywidendy 30%, oczekujemy DPS PLN 0.09/akcję z wyniku za 2021r. (włączając dywidendę zaliczkową PLN 0.04/akcję) oraz PLN 0.11/akcję z zysku za 2022r.

Tabela 1. SFD – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	142.3	196.9	241.9	282.4	318.3	349.6
EBITDA	5.5	16.6	19.2	24.2	28.7	32.3
EBIT	3.9	14.7	16.6	20.3	22.2	22.8
Zysk netto	2.4	11.5	13.1	16.3	17.5	18.1
P/E (x)	5.5	14.2	13.1	10.5	9.8	9.5
P/BV (x)	4.9	10.6	9.1	6.9	6.5	5.7
DPS (PLN)	0.00	0.04	0.06	0.09	0.11	0.12

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

SFD

KUPUJ

FV PLN 5.51 z PLN 6.50

41% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 9 grudnia 2021 PLN 3.90

KUPUJ podtrzymane



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	44.0
Kapitalizacja (EUR m)	37.2
12M śr. dzienny wolumen (k)	17.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	6.28/2.96
Waga w WIG	n.m.
Reuters	SFDP.WA
Bloomberg	SFD PW

Stopy zwrotu

1M	-15.8%
3M	-26.1%
12M	24.6%

Akcjonariat

Mateusz Dominik Pazdan	76.24%
Pozostali	23.76%

Analitik

Marek Szymański
marek.szymanski@ipopema.pl
+ 48 22 236 94 12

SFD

KUPUJ

FV PLN 5.51

Kapitalizacja EUR 37m

Potencjał wzrostu 41%

Mnożniki	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	14.2	13.1	10.5	9.8	9.5
EV/EBITDA (x)	10.6	9.1	6.9	6.5	5.7
EV/Sprzedaż (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
P/BV (x)	7.51	4.12	3.18	2.58	2.16
FCF yield (%)	9.3%	5.1%	11.1%	-3.2%	10.1%
DY (%)	1.3%	1.5%	2.3%	2.9%	3.1%

Na akcję	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (m szt.)	42.2	44.0	44.0	44.0	44.0
EPS (PLN)	0.27	0.30	0.37	0.40	0.41
BVPS (PLN)	0.52	0.95	1.23	1.51	1.81
FCFPS (PLN)	0.36	0.20	0.43	-0.13	0.39
DPS (PLN)	0.05	0.06	0.09	0.11	0.12

Zmiana r/r (%)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	38.3%	22.8%	16.8%	12.7%	9.8%
EBITDA	205.2%	15.2%	26.3%	18.7%	12.3%
EBIT	274.7%	12.7%	21.9%	9.4%	2.9%
Zysk netto	374.1%	13.6%	24.5%	7.1%	3.7%

Wskaźniki	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża brutto (%)	35.1%	35.8%	36.0%	36.3%	36.5%
Marża EBITDA (%)	8.5%	7.9%	8.6%	9.0%	9.2%
Marża EBIT (%)	7.5%	6.9%	7.2%	7.0%	6.5%
Marża netto (%)	5.9%	5.4%	5.8%	5.5%	5.2%
Dług netto / EBITDA (x)	0.75	0.15	-0.16	0.53	0.34
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.57	0.07	-0.07	0.23	0.14
Dług netto / Aktywa (x)	0.23	0.04	-0.04	0.11	0.08
ROE (%)	64.6%	41.3%	34.1%	28.9%	24.8%
ROA (%)	24.9%	19.9%	18.0%	14.5%	12.9%
ROIC (%)	39.0%	34.2%	34.7%	27.2%	21.4%

Założenia	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	196.9	241.9	282.4	318.3	349.6
Produkty i usługi	141.9	195.0	236.5	273.3	305.5
Towary i materiały	55.0	46.9	45.9	45.0	44.1

Koszty/przychody	92.4%	93.0%	92.8%	93.0%	93.5%
Amortyzacja	1.0%	1.1%	1.4%	2.1%	2.7%
Zużycie mat. i energii	44.3%	50.1%	52.0%	53.3%	54.3%
Usługi obce	15.8%	16.0%	16.2%	16.4%	16.5%
Podatki i opłaty	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Wynagrodzenia	8.9%	9.6%	9.1%	8.8%	8.8%
Ubezpieczenia społ.	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
Pozostałe koszty rodz.	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Wart. sprzed. towarów	20.6%	14.1%	12.0%	10.4%	9.2%

Cykl gotówki (dni)	68	66	65	64	63
Zapasy	102	100	98	96	95
Należności	8	8	8	7	7
Zobowiązania	42	41	40	40	39

P&L (PLN m)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	142.3	196.9	241.9	282.4	318.3	349.6
Koszty operacyjne	-138.0	-182.0	-224.9	-262.2	-296.2	-326.8
Amortyzacja	-1.5	-1.9	-2.5	-4.0	-6.6	-9.5
Zużycie materiałów i energii	-55.6	-87.3	-121.1	-146.9	-169.7	-189.7
Usługi obce	-21.1	-31.1	-38.6	-45.7	-52.1	-57.6
Podatki i opłaty	-0.4	-0.5	-1.0	-1.2	-1.3	-1.4
Wynagrodzenia	-13.0	-17.5	-23.1	-25.8	-28.1	-30.7
Ubezpieczenia społeczne i inne	-2.5	-2.9	-3.9	-4.3	-4.7	-5.2
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
Wartość sprzedanych towarów	-43.6	-40.5	-34.2	-34.0	-33.1	-32.2
Pozostałe przych. oper. netto	-0.4	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
EBITDA	5.5	16.6	19.2	24.2	28.7	32.3
EBIT	3.9	14.7	16.6	20.3	22.2	22.8
Koszty finansowe netto	-0.8	-0.4	-0.2	-0.1	-0.6	-0.4
Zysk przed opodatkowaniem	3.2	14.4	16.4	20.2	21.6	22.4
Podatek dochodowy	-0.7	-2.8	-3.3	-3.8	-4.1	-4.3
Zysk netto	2.4	11.5	13.1	16.3	17.5	18.1

BILANS (PLN m)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	13.9	14.4	21.9	23.1	50.8	56.3
Wartości niematerialne i prawne	6.0	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5
Rzeczowe aktywa trwałe	5.7	6.8	14.2	15.5	43.2	48.6
Inwestycje długoter.	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Pozostałe aktywa trwałe	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Aktywa obrotowe	25.3	39.0	56.3	80.1	87.3	86.7
Zapasy	19.4	31.8	38.6	45.0	50.4	55.2
Należności handlowe	4.2	3.8	4.7	5.5	6.2	6.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.5	0.6	10.2	26.9	27.9	21.9
Pozostałe aktywa obrotowe	1.1	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Aktywa razem	39.2	53.4	78.3	103.3	138.1	143.0
Kapitały własne	13.9	21.8	41.7	54.1	66.7	79.5
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rezerwy	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zobowiązania długoter.	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Zobowiązania finansowe	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Pozostałe zobow. długoter.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania krótkoter.	22.5	28.5	33.5	46.1	68.4	60.4
Zobowiązania handlowe	9.5	13.1	16.0	18.6	20.9	22.8
Zobowiązania finansowe	11.2	10.3	10.3	20.3	40.3	30.3
Pozostałe zobow. krótkoter.	1.8	5.1	7.2	7.2	7.2	7.2
Pasywa razem	39.2	53.4	78.3	103.3	138.1	143.0
Dług brutto (PLN m)	13.6	13.0	13.0	23.0	43.0	33.0
Dług netto (PLN m)	13.1	12.4	2.8	-3.9	15.2	11.1

CASH FLOW (PLN m)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przepływy pien. z dz. oper.	3.1	7.2	13.7	16.3	21.2	25.0
Zysk netto	2.4	11.5	13.1	16.3	17.5	18.1
Amortyzacja	1.5	1.9	2.9	4.0	6.6	9.5
Zmiana w kap. obrotowym netto	-2.2	-6.6	-4.9	-4.5	-3.9	-3.4
Pozostałe	1.3	0.3	2.5	0.6	1.1	0.8
Przepływy pien. z dz. inw.	-1.0	-1.4	-10.4	-5.2	-34.3	-14.9
Zmiana WNiP	0.6	0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Zmiana RzAT	-3.2	-3.0	-9.8	-4.5	-33.7	-14.3
Pozostałe	1.6	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	-1.8	-5.7	6.4	5.5	14.0	-16.1
Zmiana w kap. własnym	0.0	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	0.0	-0.8	0.0	10.0	20.0	-10.0
Dywidenda wypłacona	0.0	-2.1	-2.5	-3.9	-4.9	-5.2
Pozostałe	-1.8	-2.7	-0.3	-0.6	-1.1	-0.8
Zmiana śr. pieniężnych	0.3	0.0	9.6	16.7	1.0	-5.9
Śr. pien. na koniec okresu	0.5	0.6	10.2	26.9	27.9	21.9

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Czynniki ryzyka	7

Wycena

Wyceniamy spółkę SFD S.A. w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (waga 75%) i model zdyskontowanych dywidend DDM (waga 25%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 2. SFD – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	75%	5.77
Wycena DDM	25%	4.73
Wycena porównawcza	0%	4.70
Wartość godziwa (FV)		5.51
Wartość rynkowa		3.90
Potencjał wzrostu/spadku		41%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2021-31E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.3-3.5% w latach prognozy oraz 3.5% w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.0%, niezalewarowaną betę w wysokości 1.3x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 3.0%.

Tabela 3. SFD – Wycena DCF (PLNm)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Przychody	241.9	282.4	318.3	349.6	376.5	405.7	437.4	470.7	506.9	546.2	588.9	
EBITDA	19.2	24.2	28.7	32.3	35.0	38.2	41.4	45.7	50.4	55.6	61.3	
EBIT	16.6	20.3	22.2	22.8	24.6	26.1	27.1	31.1	33.8	39.5	46.3	
Podatek	-3.2	-3.8	-4.2	-4.3	-4.7	-5.0	-5.1	-5.9	-6.4	-7.5	-8.8	
NOPAT	13.5	16.4	17.9	18.5	19.9	21.1	21.9	25.2	27.4	32.0	37.5	
Amortyzacja	2.9	4.0	6.6	9.5	10.4	12.1	14.4	14.6	16.6	16.1	15.0	
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.9	-4.5	-3.9	-3.4	-2.9	-3.2	-3.5	-3.7	-4.0	-4.3	-4.7	
Capex	-10.4	-5.2	-34.3	-14.9	-9.7	-15.6	-17.3	-14.6	-14.9	-17.0	-16.4	
FCF	1.1	10.7	-13.7	9.7	17.7	14.4	15.5	21.5	25.1	26.8	31.4	34.0
Dyskonto (%)	100%	91%	83%	75%	69%	62%	57%	52%	47%	43%	39%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	1.1	9.7	-11.3	7.3	12.1	9.0	8.8	11.1	11.8	11.5	12.2	
Wartość FCF 2021-30E (PLNm)	83											
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3.0%											
Wartość rezydualna (PLNm)	186											
EV (PLNm)	269											
Dywidendy wypłacone (PLNm)	3											
Dług netto (PLNm)	12											
Wartość kapitału (PLNm)	254											
Liczba akcji (m)	44.0											
Wartość godziwa FV (PLN)	5.77											

		WACC (%)				
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	2.0%	5.28	5.26	5.24	5.23	5.21
	2.5%	5.52	5.51	5.49	5.47	5.45
	3.0%	5.80	5.78	5.77	5.74	5.72
	3.5%	6.12	6.10	6.08	6.06	6.04
	4.0%	6.50	6.47	6.45	6.43	6.40

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. SFD – Wyliczenia WACC

WACC	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Beta zalewarowana	1.6	1.7	2.0	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału	11.4%	12.1%	13.2%	12.0%	11.1%	10.4%	10.5%	10.4%	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%
Premia za dług	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	0.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	5.5%
% waga długu	23.8%	29.8%	39.2%	29.3%	19.7%	10.7%	9.4%	8.3%	7.3%	6.4%	5.6%	5.6%
% waga kapitału	76.2%	70.2%	60.8%	70.7%	80.3%	89.3%	90.6%	91.7%	92.7%	93.6%	94.4%	94.4%
WACC	9.7%	9.8%	9.7%	9.8%	9.8%	9.7%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	10.1%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DDM

Wyceniamy spółkę SFD również w oparciu o model zdyskontowanych dywidend. Spółka uchwaliła politykę dywidendową na lata 2020-22 ustalając stopień wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 20%. W grudniu 2020r. WZA spółki zdecydowało o wypłaceniu dywidendy zaliczkowej z zysku za 2020r. (DPS PLN 0.04/akcję), zaś w czerwcu 2021r. WZA zdecydowało o wypłaceniu pozostałej dywidendy z zysku za 2020r. (DPS PLN 0.06/akcję; łączna dywidenda DPS PLN 0.10/akcję, stopień wypłaty dywidendy 37%). W kolejnych latach zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową przy 30% stopniu wypłaty dywidendy (w grudniu 2021r. spółka zdecydowała o wypłaceniu dywidendy zaliczkowej PLN 0.04/akcję z zysku za 2021r.).

Tabela 5. SFD – Wycena DDM (PLNm)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Zysk netto (PLNm)	13.1	16.3	17.5	18.1	19.8	21.2	22.1	25.6	28.0	32.9	38.7	39.9
zmiana y/y	14%	25%	7%	4%	9%	7%	5%	16%	10%	17%	18%	3%
Stopień wypłaty dywidendy (%)	22%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	88%
Dywidenda wypłacona (PLNm)	2.5	3.9	4.9	5.2	5.4	5.9	6.4	6.6	7.7	8.4	9.9	34.0
Kapitał własny (PLNm)	41.7	54.1	66.7	79.5	93.9	109.1	124.9	143.8	164.2	188.7	217.6	222.5
ROE (%)	41%	34%	29%	25%	23%	21%	19%	19%	18%	19%	19%	24%
Koszt kapitału (%)	11%	12%	13%	12%	11%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
Współczynnik dyskontowy (%)	99%	89%	77%	71%	65%	61%	55%	50%	45%	41%	37%	
Zdyskontowane dywidendy (PLNm)	0.0	3.5	3.8	3.7	3.5	3.6	3.5	3.3	3.5	3.5	3.7	
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3%											
Suma zdyskot. dywidend 2021-30E (PLNm)	36											
Wartość rezydualna (PLNm)	462											
Zdyskontowana wart. rezydualna (PLNm)	173											
Wartość kapitału (PLNm)	208											
Liczba akcji (m)	44.0											
FV/akcję (PLN)	4.73											

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą SFD do spółek zagranicznych o podobnym profile działalności, w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sprzedaz. Ze względu na różnice modeli biznesowych oraz skali działalności, nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 6. SFD – wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja			P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)			
	(PLNm)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Xiamen Kingdomway Group	12,351	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Natural Food International Holding	607	14.0	9.0	7.7	4.0	2.5	1.8	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
NewTree Co.	724	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Naturhouse Group	531	8.7	8.3	7.7	4.2	4.0	3.6	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
Bellring Brands	13,929	26.4	24.1	19.0	29.4	26.0	22.4	3.1	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
Usana Health Sciences	7,995	16.8	16.2	15.5	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Herbalife Nutrition	17,092	7.7	7.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Mediana		14.0	9.0	7.7	4.2	4.0	3.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
SFD		13.1	10.5	9.8	9.1	6.9	6.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Premia/dyskonto (%)		-6%	17%	27%	116%	74%	81%	-50%	-57%	-54%	-54%	-54%	-54%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		4.2	3.3	3.1	1.8	2.3	2.0	7.8	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		4.70											

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 1. SFD – zmiana prognoz finansowych (PLNm)

	2021E			2022E			2023E		
	Current	Previous	Change	Current	Previous	Change	Current	Previous	Change
Przychody ze sprzedaży, w tym	241.9	235.1	3%	282.4	274.4	3%	318.3	308.9	3%
z produktów i usług	195.0	188.7	3%	236.5	229.0	3%	273.3	264.4	3%
z towarów i materiałów	46.9	46.3	1%	45.9	45.4	1%	45.0	44.5	1%
Koszty działalności operacyjnej	-224.9	-216.3	4%	-262.2	-251.8	4%	-296.2	-284.7	4%
Amortyzacja	-2.5	-2.6	-2%	-4.0	-4.5	-13%	-6.6	-7.8	-15%
Zużycie materiałów i energii	-121.1	-113.6	7%	-146.9	-137.8	7%	-169.7	-159.1	7%
Usługi obce	-38.6	-38.0	2%	-45.7	-44.9	2%	-52.1	-51.1	2%
Podatki i opłaty	-1.0	-1.2	-19%	-1.2	-1.4	-19%	-1.3	-1.6	-19%
Wynagrodzenia	-23.1	-22.9	1%	-25.8	-25.5	1%	-28.1	-27.9	1%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	-3.9	-3.9	-1%	-4.3	-4.4	-1%	-4.7	-4.8	-1%
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.4	-0.2	138%	-0.4	-0.2	138%	-0.5	-0.2	138%
Wartość sprzedanych towarów i usług	-34.2	-34.0	1%	-34.0	-33.1	3%	-33.1	-32.2	3%
Zysk ze sprzedaży	17.0	18.7	-9%	20.3	22.6	-10%	22.2	24.3	-9%
Pozostałe przychody operacyjne	0.4	0.2	124%	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe koszty operacyjne	-0.8	-0.5	55%	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
EBITDA	19.2	21.0	-9%	24.2	27.1	-11%	28.7	32.0	-10%
EBIT	16.6	18.4	-10%	20.3	22.6	-10%	22.2	24.3	-9%
Przychody finansowe	0.1	0.2	-48%	0.5	0.4	12%	0.5	0.5	4%
Koszty finansowe	-0.3	-0.6	-46%	-0.6	-0.6	0%	-1.1	-1.1	0%
Zysk brutto	16.4	18.0	-9%	20.2	22.5	-10%	21.6	23.7	-9%
Podatek dochodowy	-3.3	-3.5	-6%	-3.8	-4.3	-10%	-4.1	-4.5	-9%
Zysk netto	13.1	14.5	-9%	16.3	18.2	-10%	17.5	19.2	-9%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

Jako główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny oraz naszych prognoz wskazujemy na:

- **Ryzyko wzrostu kosztu materiałów i surowców.** Spółka oferuje produkty marek własnych oraz obcych. W związku z pandemią COVID-19 istnieje ryzyko ograniczenia dostaw oraz wzrostu cen surowców i materiałów, co może spowodować wzrost cen sprzedaży produktów.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji.** Rynek odżywek i suplementów diety w Polsce wciąż pozostaje mocno rozdrobniony. Potencjalne nasilenie konkurencji, konsolidacja branży, spadek pozycjonowania sklepu SFD w wyszukiwaniach internetowych mogą negatywnie wpłynąć na poziom przychodów generowanych przez spółkę.
- **Ryzyko związane z odpowiedzialnością w zakresie ochrony zdrowia.** Ewentualne wprowadzenie przepisów prawnych może zmienić obowiązujące uwarunkowania dotyczące handlu suplementami diety, co może spowodować zmiany w asortymencie spółki. Obecnie Unia Europejska przymierza się do ustalenia minimalnych i maksymalnych dawek witamin i składników mineralnych, co mogłoby negatywnie wpłynąć na działalność spółki m.in. wprowadzenie dodatkowych badań (przejęcie nowych przepisów jest planowane na 1Q24).
- **Ryzyko makroekonomiczne.** Spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego może negatywnie wpłynąć na popyt na usługi i produkty spółki SFD.
- **Ryzyko działalności na rynkach zagranicznych.** W 2020r. spółka podjęła decyzję o rozpoczęciu sprzedaży internetowej w Czechach oraz na Słowacji. Wejście na nowe rynki może negatywnie wpłynąć na koszty spółki, związane przede wszystkim z transportem oraz marketingiem.
- **Ryzyko różnic kursowych.** Działalność spółki uzależniona jest od kursu EUR oraz USD, co jest związane z zakupami produktów importowanych m.in. z USA oraz sprzedażą produktów i towarów na rynkach europejskich.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwp>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	52	74%
Trzymaj	14	20%
Sprzedaj	4	6%
Suma	70	100%

Historia ratingów – SFD

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 6.50	PLN 4.69	Marek Szymański
13/12/2021	KUPUJ	PLN 5.51	PLN 3.90	Marek Szymański